

ADQUISICIÓN DE EMPRESAS: SITUACIÓN DE LAS MINORÍAS

FERNANDO ESTANISLAO BOUGAIN (h.)

PONENCIA

- 1) En las operaciones de adquisición de empresas, la sociedad resultante de la transferencia del control, a pesar de conservar la personalidad jurídica anterior, no es en realidad la misma persona económica.
- 2) Ello puede redundar en perjuicios para las minorías.
- 3) La tutela de sus derechos debe ser amplia, sin por ello colocarlas en una posición de eventuales abusos de derechos por parte de las minorías.

FUNDAMENTOS

1. *Introducción: el ámbito de la adquisición de empresas*

La adquisición de empresas en nuestro país ha pasado a ser “*el*” negocio jurídico a partir de los años '90, a pesar que con anterioridad estas operaciones eran largamente conocidas y estudiadas —aunque en abstracto— por los economistas y los juristas argentinos.

En efecto, en los últimos cinco años los titulares de los diarios argentinos comenzaron a advertir y a informar en sus secciones de economía el nuevo fenómeno que constituían “las adquisiciones de empresas”, terminología que por entonces desordenadamente refería a las transferencias de los paquetes accionarios de empresas cotizantes en la Bolsa de Comercio, usualmente controladas por accionistas argentinos y adquiridas por accionistas extranjeros, principalmente empresas multinacionales.

La utilización de este método de inversión en el país por parte de las grandes sociedades de la alimentación, la construcción, o las industrias aeronáutica, automotriz, financiera, química, minera, las telecomunicaciones,

etcétera,¹ pareció señalar el comienzo de la mejor era capitalista; coincidentemente con el repentino ingreso de nuestro país al “primer mundo”, se consideró normal que los fenómenos que se producían en los países “desarrollados” comenzaran a repetirse en la República Argentina.

Sin embargo, las circunstancias planteadas en estas adquisiciones de empresas como el despido de una importante cantidad de empleados del Área Material Córdoba,² o las interminables discusiones sobre el papel de espectadores de las minorías o de los terceros interesados³ en los resultados de las operaciones, llevó a considerar más seriamente los efectos que podían producirse como consecuencia de este novedoso negocio jurídico.

Es propósito de esta ponencia tratar sólo uno de ellos: la situación de las minorías en las operaciones de adquisición de empresas. Sin embargo, destaco que no considero sin importancia el tratamiento de otra problemática, la situación laboral, que trataré de abordar en trabajos posteriores.

2. *Las distintas maneras de adquirir una empresa*

La primera pregunta que surge es: ¿para qué adquirir una empresa, relegando la tradicional forma de invertir, esto es, constituyendo una nueva sociedad?

Varias son las respuestas inmediatas: una sociedad con historia presenta una serie de ventajas sobre una sociedad nueva, y consecuentemente permite “entrar” rápidamente en un negocio ya en marcha.

Así, es indudable que a través de la adquisición de una empresa en marcha se adquieren, además de los eventuales activos físicos, una serie de activos inmateriales, como marcas, patentes, modelos de invención, sistemas de distribución comercial, o secretos industriales, y además una trayectoria crediticia plasmada, entre otras cosas, a través de los balances.

Todos estos argumentos justifican plenamente la preferencia de una adquisición antes que la constitución de una nueva sociedad. Sin embargo, resta aún analizar las modalidades de la adquisición.

¹ El Suplemento Económico del Diario *La Nación* del 13/8/95 analiza, bajo el título “Las inversiones que ya no asustan”, las adquisiciones, fusiones y asociaciones estratégicas realizadas en nuestro país entre enero de 1991 y julio de 1995, clasificadas por sector. Este artículo concluye en un aumento de estas operaciones siempre creciente ('91 = 7; '92 = 38; '93 = 41; '94 = 139; 1^{er} semestre '95 = 109).

² Asunto Lockheed - Ministerio de Defensa.

³ Acreedores, proveedores, contratos en curso.

2.1. La cesión de activos

Así, la modalidad más sencilla de adquisición de una empresa, y hasta ahora la más utilizada, es la cesión de activos. Este negocio jurídico constituye indudablemente una adquisición, por el cual una empresa cede el conjunto de sus activos o incluso cede el fondo de comercio. No existe en este negocio la problemática que pretendo abordar en esta ponencia, pues para el caso de abusos el régimen de garantías societarias contenidas en la L.S. hace suficiente su defensa.⁴

2.2. Las fusiones

Otra modalidad utilizada es la fusión. La sociedad fusionante adquiere a la sociedad fusionante a través de la incorporación de la segunda, modificando de tal manera su capital social. La normativa pertinente se encuentra en la L.S.C.,⁵ por lo que su tratamiento resulta igualmente inapropiado en este trabajo.

2.3. La cesión de control

La tercera modalidad utilizada para la adquisición es la operación conocida como "cesión de control". Este negocio presenta particularidades y complejidades que el anterior no presentaba, pues aquí no participan todos los accionistas de la sociedad que se trata de adquirir, sino sólo los que poseen los títulos suficientes para formar la voluntad social. Técnicamente, las minorías⁶ se hallan ausentes y revisten, por lo tanto, el carácter de terceros en la relación jurídica.

Nuestra L.S.C. ha previsto las situaciones de control en los arts. 33, incs. 1º y 2º, y 54, 2ª parte, estableciendo las circunstancias que constituyen una situación de control⁷ y las sanciones para su abuso.⁸ Sin embargo, se encuentran ausentes las normas sobre transferencia de ese control.

⁴ Impugnación de los actos del directorio o de las decisiones asamblearias.

⁵ Art. 82 y ss., L.S.C.

⁶ Son minorías todos los accionistas que, por razones de cualquier índole (ausentismo inclusive), no forman la voluntad social.

⁷ Art. 33, inc. 1º: Se consideran sociedades controladas aquellas en las que otra sociedad "... posea participación por cualquier título, que otorgue los votos necesarios para formar la voluntad social en las reuniones sociales o asambleas ordinarias", o, inc. 2º: "ejerza una influencia dominante...".

⁸ Art. 54, 2ª parte: "La actuación de la sociedad que encubra la consecución de fines extrasocietarios ... se imputará directamente a los ... controlantes que la hicieron posible...".

Otro inconveniente en el tema que analizo ha sido provocado por la circunstancia de que, siguiendo la clasificación doctrinaria que distingue a las sociedades "abiertas" de las "cerradas", según cotice o no en Bolsa el valor de sus acciones,⁹ la atención sobre las operaciones de transferencia de control se ha centrado en las primeras. Desde luego, creo que esta falta de atención debe ser reconsiderada.

2.4. Ofertas públicas de adquisición

Finalmente, el último recurso para adquirir una empresa es la *oferta pública de adquisición*. Este negocio consiste en una operación por la cual una persona —usualmente sociedad anónima—, efectúa directa y públicamente a los detentadores de los valores mobiliarios de otra sociedad una oferta irrevocable y por tiempo limitado, consistente en adquirir los títulos en condiciones y modalidades fijadas unilateralmente por el oferente, sea por compra o por permuta de acciones o títulos (oferta de adquisición *auto-financiada*).¹⁰

A su vez, las ofertas públicas de adquisición pueden ser "amigables" u "hostiles" según la sociedad objeto de la oferta consienta o no la operación.

Este negocio se ha planteado tradicionalmente en el campo de las sociedades "abiertas", y reconoce algunas semejanzas en cuanto a sus consecuencias con las operaciones de cesión de control, pero con la particularidad que la oferta no se limita a los accionistas de control, sino que se hace extensiva a la totalidad de ellos (o al menos a la totalidad de los accionistas de igual clase).

En nuestro país, esta modalidad de adquisición de empresas se encuentra legislada en el ámbito bursátil.¹¹

2.5. Gráficamente

Las modalidades de inversión a través de la adquisición de una empresa son las siguientes:

⁹ El art. 1º de las "Normas de la Comisión de Valores" refiere a "sociedad abierta" a aquella que se encuentra autorizada a hacer oferta pública de sus valores mobiliarios (res. 110, Legislación Argentina, 1987-A-400).

¹⁰ WITTEWULGHE, Robert: *L'Offre Publique d'Acquisition*" p. 12, Ed. De Boek Université, 1988.

¹¹ Comisión Nacional de Valores, resol. gral. 227/93, Boletín Oficial del 26/1/93.

	<i>Cesión de activos</i>	{	Activos solamente	
			Fondos de comercio	
	<i>Fusiones</i>			
MODALIDADES DE ADQUISICIÓN DE EMPRESAS	<i>Cesión de control</i>	{	Sociedades abiertas	
			Sociedades cerradas	
	<i>Oferta pública de adquisición</i>	{	Sociedades abiertas	{ Amigables
			Sociedades cerradas	Hostiles
				(?)

Como se aprecia en el esquema, tanto la cesión de control como la oferta pública de adquisición (y, por supuesto, la cesión de activos y las fusiones) pueden ocurrir tanto en las sociedades "abiertas" como en las "cerradas", y en ambos casos las minorías sufren una problemática particular; sin embargo la doctrina sólo ha centrado su atención en las sociedades bursátiles.

Primera Conclusión: La problemática de la adquisición de empresas debe tratarse en forma integral en la L.S.C.

Naturalmente, las consecuencias que derivan del enfoque propuesto son importantes: el marco de la problemática del negocio de adquisición debe ser abordada en la propia Ley de Sociedades Comerciales; constreñir este fenómeno al ámbito del derecho bursátil, como ocurre hasta ahora en nuestro país, importa abandonar la tutela de los derechos de los accionistas extrabursátiles.

3. *Los problemas de las minorías en las operaciones de adquisición*

Como queda expresado, los fenómenos de adquisición se producen a través de cuatro negocios distintos: 1) la cesión de activos; 2) fusiones; 3) cesión de control, y 4) ofertas públicas de adquisición. Este análisis previo sirve para comprender que tanto en el caso de la cesión de activos y en las fusiones como en la oferta pública de adquisición, intervienen todos los accionistas (en esta última, al menos todos los de igual clase), mientras que en la cesión de control sólo intervienen los accionistas de control, pues lo que se cede no es toda la empresa, sino sólo la parte de control.

Consecuentemente, la problemática pareciera ser la misma para todas las operaciones de adquisición, excepto la cesión de control que debiera conservar normas particulares.

Veamos si esto es correcto.

3.1. Las minorías en la cesión de control

Referiré brevemente las circunstancias que rodean a la toma de control, para luego compararlas con las que rodean a la adquisición.

Ocurre normalmente que los accionistas de control reciben por sus acciones un sobreprecio importante, mientras que las minorías, en el caso de lograr acceder también a la venta de sus acciones, deban conformarse con el valor de la par, o incluso inferior. Puede ocurrir también que los accionistas de control reciban del adquirente preferencias inalcanzables para las minorías, como mandatos sociales o contratos de trabajo.¹²

Pero posiblemente estos problemas sólo sean menores si se los compara con riesgos de la subordinación del interés social al interés del adquirente del control.

Es justamente el tema del interés social el que adquiere inmediato protagonismo en una operación de cesión de control, y no debe olvidarse que el interés social es un "*dato jurídico* relevante para la organización del poder en las sociedades, que provoca la adaptación de la disciplina legal, a fin de ponerla en adecuada relación con las exigencias económicas de la empresa y con los complejos fenómenos que derivan de la concentración, el control, la vinculación y, en definitiva, la problemática de los grupos".¹³

A esta altura resulta evidente que una cesión de control puede modificar el interés social, inclusive de una manera tan sutil que no dé lugar al *desvío*.

Otro problema que se puede presentar está vinculado a las expectativas de los accionistas minoritarios, que esperan usualmente de la sociedad la percepción de dividendos o al menos la valorización de los títulos; ambas expectativas pueden verse afectadas por una transferencia de control.

3.2. Las minorías en las ofertas públicas de adquisición

La problemática anterior desaparece teóricamente en el marco de la O.P.A., pues precisamente la diferencia que existe entre una y otra operación

¹² PAILLUSSEAU, Jean: *La cession d'entreprise*, p. 421, Réussir en Affaires, Ed. Dalloz, 1989.

¹³ PAILLUSSEAU, Jean, citado por ANAYA, Jaime Luis, en "Anomalías Societarias", p. 212, *Advocatus*. 1992.

es que en ésta la oferta está dirigida a toda la sociedad, o al menos a todos los accionistas de igual clase.

Sin embargo, el negocio intentado por el adquirente no es tan intrascendente como pareciera indicar la reflexión anterior. No debe escapar a este razonamiento que la O.P.A. es en definitiva una verdadera transferencia de control, donde quienes eran mayoría seguramente pasarán a ser minoría, y quienes eran minoría seguramente lo seguirán siendo.

Para estos accionistas, la operación traerá aparejada los mismos riesgos y consecuencias que la toma/cesión de control: eventuales conflictos de interés social, pérdida de poder por aumentos de capital, desinterés en la nueva gestión, etcétera.

Sin embargo, la tutela de los legítimos derechos de estas minorías no puede traducirse en un instrumento de constante oposición y consecuente traba de decisiones sociales, o, como ha dado en llamarse en la doctrina, en la "dictadura de las minorías".

CONCLUSIONES

- 1) En las operaciones de adquisición de empresas, la sociedad resultante de la transferencia del control, a pesar de conservar la personalidad jurídica anterior, no es en realidad la misma persona económica.
- 2) Ello puede redundar en perjuicios para las minorías.
- 3) La tutela de sus derechos debe ser amplia, sin por ello colocarlas en una posición de eventuales abusos de derecho por parte de las minorías.