

El artículo 76(f) de la ley 24.241 y el DNU 441/11.  
La ANSeS en las empresas cotizadas.  
¿Sociedades abiertas de capital cerrado?



Por:  
**Pablo Augusto Van Thienen**  
Director

---

# El artículo 76(f) de la ley 24.241 y el DNU 441/11. La ANSeS en las empresas cotizadas. ¿Sociedades abiertas de capital cerrado?

Por Pablo A. VAN THIENEN

---

**Sumario:** I. Objetivo de estas reflexiones. - II. La estrategia de ingreso al régimen de oferta pública. Los costos de entrada. - III. La estrategia de una operación de capitalización privada. Los costos de entrada. - IV. El inversor bursátil en el mercado de capitales. La matriz de especulación. - V. Asimetría de información. Inversor bursátil y socio. - VI. El modelo del inversor bursátil institucional y el decreto 441/11. - VII. El artículo 8 de la ley N° 26.425 de creación del FGS. La madre de todas las batallas. *a. Interpretaciones amplia: el FGS como sindicato de acciones. - b. Interpretación restrictiva: El FGS como fusión por absorción de las AFJP. - c. La necesidad y la urgencia del Estado Nacional.* - VIII. El derecho de voto para la elección de directores. El límite del 5%. - IX. Regla de oro: los dueños de control controlan la gestión. La elección de directores por voto acumulativo y el límite del 5% de los votos. - *a. El artículo 263 LSC y el límite del 5% de los votos como techo para la elección de candidatos. - b. El sistema de voto acumulativo exige suficiencia en el voto y no es proporcional. - c. Los votos deben ser los normales. - d. Aplicación por analogía al FGS administrado por la ANSeS. - e. Los incentivos del sistema.* - X. Los fundamentos del DNU 441/11 no me convencen. ¿Nulidad absoluta por falta de fundamentación? - XI. Las cotizadas están en una encerrona. - XII. La ley 26.425 rompe la lógica del mercado de capitales. - *a. El monopolio de poder de la ANSeS es contrario al mercado. - b. El sistema de OPA optativo cae en saco roto. - c. Política de dividendos y política de reservas en sociedades abiertas. - d. El monopolio de poder es directamente proporcional a la cantidad de acciones invertidas.* - XIII. Los casos TGLT e Inversora Juramento (recientes IPOs). - *a El caso TGLT. - b. El caso Inversora Juramento.* - XIV. Conclusiones para la reflexión.

---

## I. Objetivo de estas reflexiones.

Desde la sanción de la ley N° 26.425 de creación del Sistema Integrado Provisional Argentino (SIPA) el mercado de capitales nacional ha sufrido un duro golpe; en particular el mercado de acciones.

No es para menos, el Estado Nacional – a través de la ANSES – se convirtió en *socio* activo en un pequeño puñado de empresas. Esto no sólo preocupa sino que además alarma a los operadores. Preocupa porque nunca antes en la historia moderna argentina había ocurrido semejante transferencia forzosa de poder en empresas privadas, y alarma porque los intereses del Estado son diferentes (y opuestos) a los intereses de los empresarios. Mientras los primeros se dedican a crear valor para los accionistas y *Stackeholders*, la misión única del Estado es promover y desarrollar el bienestar común de la sociedad organizada dentro de la cual se desenvuelven los primeros.

No me saca el seño que el Estado invierta o administre fondos previsionales colocados en empresas privadas, o invierta o administre fondos propios o ajenos en negocios mixtos; mi preocupación se desata cuando esa inversión o administración lleva añadida una suerte de cogestión estatal en un formato jurídico y societario concebido exclusivamente para la gestión privada. Me refiero al tipo sociedad anónima. Esto sí choca y disgusta.

El objetivo de estas breves líneas es invitar al lector a una serena y apasionada reflexión sobre los temas que propondré a lo largo de estas páginas. Mis reflexiones tienen que ver con la posible cogestión del Estado Nacional –a través de la ANSES – en empresas de capital privado mediante el nombramiento de directores societarios; cuestión que viene preocupando gravemente al mercado a partir del decreto de necesidad y urgencia N°441/11.

Una aclaración previa: es cierto que este esfuerzo reflexivo apunta hoy a un puñado de empresas cotizadas. A pesar de esta realidad de nuestro mercado estamos frente a una cuestión de principio. El decreto N° 441/11 rompe y limita el mercado de capitales para inversiones de riesgo.

Si buscamos que nuestro mercado de capitales sea un medio atractivo y dinámico para el desarrollo económico y fuente de financiación de capital de riesgo deberíamos intentar despejar algunas dudas por la incertidumbre que hoy genera el dictado del mencionado decreto-ley.

A continuación mis reflexiones:

## II. La estrategia de ingreso al régimen de oferta pública. Los costos de entrada.

El empresario -que desde mediados del siglo XX- ha optado por ingresar al régimen de oferta pública del capital ofreciendo al mercado acciones de su empresa, lo hizo en el fiel entendimiento de que acceder a nuevo capital pagaba un único precio: la transparencia. En esta suerte de pacto se juega el artículo 1198 del C.c.

La apertura del capital a nuevos inversores obligaba a quien decidía financiarse con el público ajustar algunas prácticas empresarias vinculadas a la gestión, y en particular, compartir más información. Quien optara por ingresar al recinto sabía que las viejas prácticas de una sociedad cerrada familiar debían modificarse para ajustarse a las Normas de Transparencia. El ingreso al régimen de oferta pública imponía un cambio cultural profundo.

Para el empresario, el único costo de entrada que había que pagar para ingresar al mercado de valores era adecuar su cultura a la nueva realidad. El acceso a nuevos fondos frescos justificaba este costo.

El ingreso al régimen no sólo imponía modificar aquella cultura sino además, forzaba ajustar otras cuestiones, entre ellas: un rediseño de sus estatutos sociales, una nueva estructura de capital social, la división del capital en clases de acciones, la creación de acciones de voto simple y voto plural (éstas últimas retenidas por el grupo de control), el diseño de cláusulas de salida, la incorporación de cláusulas anti *Take-over*, la reestructuración del directorio, la creación de comités, la ampliación del número de síndicos y la creación de la comisión fiscalizadora (aumento de los costos de agencia), entre muchas otras modificaciones estructurales de la sociedad emisora de las nuevas acciones. Todo esta reingeniería jurídica tiene un solo y único objetivo: retener la gestión y el control de la sociedad cotizada<sup>1</sup>.

Quien decide abrir su capital ingresando a la oferta pública de acciones sabe que lo hace hasta un determinado límite, momento a partir del cual no conviene seguir emitiendo nuevas acciones por la seria amenaza de perder el control<sup>2</sup>.

La estrategia de dividir el capital en acciones de voto plural tiene por objetivo retener derechos políticos a cambio de ceder derechos económicos. Y este dato no es menor. En el régimen de oferta pública de nuestro mercado el modelo de capital abierto con al concentración de acciones de voto plural es el modelo imperante. Esto nos está indicando, como dato empírico, que nuestro empresario es refractario a resignar el control en la gestión y mucho menos compartirlo.

El modelo de mercado de capitales argentino es un modelo concentrado e ilíquido. Este perfil no puede ser ignorado por quienes deciden ingresar al régimen. Y esto significa dos cosas: (i) las sociedades cotizadas nacionales son empresas abiertas con control en la gestión y (ii) el valor de cotización es altamente volátil.

El decreto 677/01 sobre Régimen de Transparencia de la Oferta Pública es una muestra clara del rol del Estado protector en un mercado de capitales ínfimo, reducido y altamente concentrado a diferencia de los modelos voluntarios de mercados de capitales más desarrollados y estables.

Por lo tanto siendo el único costo de entrada la transparencia en la información, bien puede valer ingresar al régimen.

## III. La estrategia de una operación de capitalización privada. Los costos de entrada.

Si la moneda de cambio para extraer fondos del mercado es someterse a las Normas de Transparencia y disciplinarias de la Comisión Nacional de Valores (CNV), y esa moneda no justifica el costo, la única opción

---

<sup>1</sup> Más abajo se analizan los casos TGLT SA e Inversora Juramento SA como modelos antagónicos de apertura del capital.

<sup>2</sup> El sistema de OPA Estatutaria Optativa es prueba elocuente de esto que digo. Puede consultarse nuestra crítica a este sistema optativo en Working Paper CEDEF N°5. [www.cedeflaw.org](http://www.cedeflaw.org)

posible para obtener financiación de capital es recurrir al mercado privado cediendo acciones a terceros con nombre y apellido.

Cualquiera sean los costos transaccionales para acceder a estos fondos privados, aquellos serán –para el empresario- muy inferiores a los costes de soportar y convivir con las Normas de Transparencia. Para este tipo de empresario, la transparencia no paga. Prefiere retener el control de la información y administrarla a su antojo y capricho y, según sus intereses.

En resumen: si el acceso al régimen de oferta pública tuviere costos de entrada cercanos a “cero” el mercado estaría abarrotado de acciones. Como esto no funciona así, es preferible un buen convenio de accionistas que un prospecto de emisión de acciones. Punto y aparte.

Frente a esta realidad de mercado me surge la siguiente inquietud intelectual: ¿habrían optado las familias Brito, Rocca y Pérez Companc por abrir su capital al mercado sabiendo por anticipado que una porción sustancial del capital y votos de sus compañías quedaría concentrado en un solo inversor con capacidad para gestionar?

Y me formulo otra pregunta: ¿cuál es el sentido de las Normas de Transparencia cuando la verdad es que estamos en presencia de sociedades abiertas pero de capital cerrado? Esto quiere decir sociedades con altísima concentración del capital social. Estamos en presencia de sociedades cuasi-cerradas. ¿Acaso las Normas no tienen por objetivo tutelar los derechos de los inversores consumidores financieros?

#### IV. El inversor bursátil en el mercado de capitales. La matriz de especulación.

Por las venas del inversor bursátil corre pura especulación. A éste no le importa y nada le interesa la gestión del activo invertido. Sólo le importa la renta esperada del capital. Éste puede devengarse por vía de política de dividendos o por capitalización bursátil<sup>3</sup>. En ambos casos obtendrá la ganancia esperada de acuerdo con la inversión. Sea por uno u otro camino todo inversor (sea bursátil o no) especula contra una cierta tasa de retorno. Esto es todo lo que le importa al inversor bursátil, sea individual, profesional o institucional.

El espíritu especulador de la ANSES como operador bursátil está expresamente reconocido en los considerandos del decreto 441/11.

La existencia de sociedades abiertas de capital cerrado encierra una paradoja de nuestro mercado. En efecto éste exige a quien pretenda adquirir el 5% o más del capital social y votos de una empresa cotizada, el deber de informarlo. Esto quiere decir que aquellos inversores que decidan acrecentar sus participaciones deben poner en alerta esta situación. Estaríamos observando un dato que bien vale la pena alertar: un inversor está pretendiendo adquirir una porción significativa del capital y por ende de los derechos políticos. La compra de acciones en pequeños tramos puede llevar a la concentración de una minoría en una sola mano. Esto debe conocerse.

El sistema presume, se anticipa o entiende que quien decide comprar acciones en cantidades suficientes para adquirir una porción considerable de derechos políticos rompe el status de mero inversor especulador. Está claro que quien adquiere el 5% (o más) de los votos cuenta con ciertos derechos societarios que lo elevan a la calidad de inversor - socio. Quien tiene la capacidad legal para ejercer los derechos de socio previstos en los artículos 237, 263, 275, 291, entre otras normas de la LSC es lógico que muestre interés por la gestión empresarial. Ya no se trata de un mero inversor especulador que compra y vende acciones según su apetito especulativo sino, que estamos en presencia de un invasor de largo plazo cuyo objetivo no es desprenderse de la acción sino todo lo contrario, retenerla y seguir avanzando.

Frente a esta realidad me pregunto: ¿la ANSES es un inversor especulador o es un inversor - socio?

Es muy válido cuestionarse esto porque pone al relieve la matriz del modelo de reparto frente al modelo de capitalización. No tengo la menor duda de que las AFJP eran -por naturaleza- inversores bursátiles

---

<sup>3</sup> En la asamblea ordinaria anual de accionistas del Grupo Techint se decidió distribuir un dividendo en efectivo de \$4,35 por acción casi 4 veces el promedio del sector siderúrgico y representando una renta del 15% anual. El pago de este dividendo generó un incremento en el valor de capitalización bursátil en la misma jornada de la asamblea que aprobó esos dividendos “extraordinarios” pasando la acción de Siderar de \$28 a \$31. El mercado descontó esta ganancia. La compra de estos papeles traerían añadidos estos dividendos. A cambio de esta utilidad el grupo decidió resignar un importante plan de inversiones para ampliar su capacidad de producción. En la rueda siguiente el valor de la acción se desplomó un 5%. El mercado tomó nota de la suspensión del plan de inversiones para pagar un dividendo.

institucionales especuladores. Su misión de negocio era invertir en aquellas especies que pudieran generar la mejor renta según el riesgo tomado y la diversificación de portafolio exigida por la ley 24.241. Respecto de la ANSES debemos sacar igual conclusión. Éste también tiene como misión especular sacando la mejor tajada a sus colocaciones financieras. Esa es su misión como ente administrador de fondos previsionales. El problema es que esta finalidad estatutaria se da de bruces con las participaciones accionarias adquiridas debido al cambio de modelo provisional y el traspaso de las especies.

Coherentes con el modelo de inversor institucional inserto en un modelo previsional de cuentas de capitalización, las AFJP mostraron a lo largo de su efímera existencia una relación amigable con las sociedades participadas adoptando -como política de mercado- la abstención de voto en las asambleas de accionistas.

La abstención de voto no es un dato *per se* negativo sino, natural a la esencia de la relación de especulación y de inversor bursátil propio de las AFJP o *Mutual Funds*. Lo cierto es que siendo el mandato legal de las AFJP gestionar patrimonio ajeno, aquellas acciones que no rindieran los frutos esperados debían liquidarse colocando dichos excedentes en otras inversiones de mayor renta (fija o variable). Esta lógica financiera opera de esta forma en todos los mercados del globo y para todos los fondos de pensión. La única y principal responsabilidad de estos fondos de administración es gestionar el patrimonio previsional en la forma más eficiente en beneficio de sus titulares. El deber de obrar diligente imponía esta manda contractual.

Al haber concentrado la ANSES – FGS las acciones de diferentes compañías cotizadas adquiriendo en especie las inversiones de las AFJP, se produjo la ruptura de la matriz de especulación y por ende un quiebre en todo el sistema; sí un quiebre, en especial en aquellas empresas cotizadas con una considerable apertura del capital social. Me refiero a empresas con niveles de dispersión y apertura entre el 10% y el 30%, hoy en manos de un solo inversor institucional.

La sociedad emisora que bajo la ley 24.241 contaba con un capital flotante distribuido entre dos o más AFJP con el límite del 5% de los votos cada una y, el capital remanente atomizado entre cientos de inversores individuales, observa perplejo ahora que bajo el régimen de la ley 26.425 aquel capital flotante queda concentrado en una sola mano: la ANSES. Y Detrás de la ANSES el Estado Nacional. Y detrás del Estado Nacional un gobierno de turno. Y detrás de un gobierno de turno pura especulación política.

La matriz ha cambiado dramáticamente.

## V. Asimetría de información. Inversor bursátil y socio.

El derecho de información del socio es la piedra angular del contrato plurilateral de organización.

El artículo 69 LSC no deja mentir. El derecho del socio a informarse a través de los estados contables es un derecho no renunciable. Esto muestra a las claras la importancia que nuestro sistema legal asigna al derecho de información del socio minoritario. El artículo 55 confirma esta idea.

Es cierto que cualquier socio, cualquiera sea su participación en el capital social, tiene derecho a acceder a información y conocer la gestión. Pero no es menos cierto que este derecho sólo puede ejercerse dentro de precisos límites.

Ahora bien, importa destacar que si los propietarios del capital deciden crear el órgano societario de control de legalidad, como es la sindicatura societaria, aquel derecho de información sólo podrá ejercerse a través de este órgano, y siempre que se cumplan determinados requisitos formales y sustanciales; entre ellos poseer una participación mínima en el patrimonio, esto es: 2%.

Y esto ya es un dato relevante. El derecho a informarse no es gratis y no es para cualquiera. El sistema exige poseer una minoría calificada.

El sistema ofrece a los minoritarios (a quienes podríamos llamar *outsiders*) tres derechos bien concretos y que apuntan decididamente al control de la gestión: (i) convocar a asambleas, si poseo como mínimo 5% del capital y votos, (ii) solicitar la promoción de la acción social *minoritaria* de responsabilidad, si poseo como mínimo el 5% del capital social y votos, (iii) solicitar a la sindicatura información, si poseo como mínimo el 2%, y (iv) presentar denuncias al síndico societario, si poseo como mínimo el 2%.

Es de toda evidencia que esta batería de derechos tiene por objetivo equilibrar la balanza de poder entre los socios de control (los llamados *insiders*) y los socios externos (*outsiders*). Pero un dato no puede pasar inadvertido: la creación de síndico societario impone poseer un mínimo de participación en el patrimonio social para acceder a la información. Una clara barrera de entrada.

En síntesis, el propio sistema societario ofrece a los socios externos *residuales* sólo un puñado de derechos para informarse. Y no más que esos. Cuando digo *residuales* me refiero a una participación igual o menor al 5% de los votos.

El único camino que le queda al socio externo *residual* para patear el tablero y romper la barrera de entrada es ejercer el derecho a impugnación previsto en el artículo 251 LSC. Para ejercer este derecho la ley no fija piso alguno. Basta con poseer 1 voto.

Nuestro sistema es claro y transparente en el juego de poder. A mayor nivel de participación en el patrimonio social y mayor nivel de riesgo tomado, el propietario tiene derecho a acceder a mayores derechos, entre ellos controlar la gestión y administración de los flujos de fondos. A mayor nivel de participación en el capital social mayores son las *chances* de lograr un control de la gestión de los flujos y su fiscalización (*urg.*, participar en la comisión fiscalizadora o consejo de vigilancia) hasta llegar a la cogestión nombrando administradores. El nombramiento de directores es la única forma de cogestión diseñada por la ley societaria. Sobre esto volveré más abajo.

Ahora bien para llegar a este derecho es necesario contar con una cantidad mínima de acciones con derecho a voto. Esto es calificar como *minoría suficiente*.

En el ámbito de la oferta pública donde el inversor bursátil (individualmente considerado) califica como *externo residual* por la casi nula probabilidad de acceder a información, se observa que el sistema compensa esa asimetría de derechos fijando Normas de Transparencia sumamente exigentes. Estas Normas tienen por objetivo tutelar los derechos económicos del inversor *externo residual* buscando minimizar potenciales actitudes expropiatorias de los socios de control. Es con esta finalidad tuitiva que los mercados autorregulados dictan sus propias Normas de Transparencia y el Estado lo hizo a través del decreto 677/01.

En síntesis entre información y propiedad existe una directa relación de proporcionalidad. A mayor control sobre los flujos de caja mayores son los derechos de cogestión concedidos al socio.

Hay un dato que no podemos perder de vista en esta lógica jurídica: *los fondos de administración previsionales no son propietarios sino meros gestores. Siendo esto así es coherente que no accedan a la gestión empresarial. Ésta está sólo reservada para quienes son propietarios del riesgo de capital.*

¿Se aplica esta lógica a la ANSES - FGS como nuevo inversor institucional?

## VI. El modelo del inversor bursátil institucional y el decreto 441/11.

En el ámbito de la oferta pública de acciones la regla de proporcionalidad sufre una importante limitación. Los inversores institucionales no están facultados a concentrar largas participaciones en un solo inversor. Están obligados a diversificar el riesgo entre diferentes cotizadas. Este esquema de *diversificación de riesgo* lleva implícito un límite en las expectativas de cogestión. El modelo diseñado en la ley 24.241 permitía a las administradoras acceder a participaciones en el capital social de cotizadas pero fijándoles el límite del 5% para ejercer el derecho de voto. De esta forma las AFJP podían ejercer plenamente todos los derechos del socio *externo residual* (sin importar la real participación en el capital social), pero a la hora de votar, la capacidad de voto o veto quedaba limitada al 5%.

El decreto de necesidad y urgencia N° 441/11 que viene a dejar sin efecto aquel límite - expresamente previsto en el artículo 8 de la ley 26.425 - busca romper esta lógica de mercado donde ahora un solo inversor bursátil institucional pretende concentrar grandes tenencias en una sola cotizada nombrando directores invocando el derecho de cogestión, bajo la apariencia de ser un socio; cuando en rigor de verdad no es más que un inversor bursátil institucional y administrador de fondos previsionales.

Reitero: este tipo de inversores administran patrimonio ajeno y no arriesgan fondos propios. Siendo esto así mal pueden pretender acceder a la gestión de las empresas participadas. Y esta es la razón de ser del límite fijado en el artículo 76(f) de la ley 24.241 y que fue expresamente recogido por la ley 26.425

## VII. El artículo 8 de la ley N° 26.425 de creación del FGS. La madre de todas las batallas.

Desde la sanción de la ley 26.425 los accionistas de control de las sociedades cotizadas y la ANSES (en su calidad de ente administrador del FGS) han venido negociando con relativo grado de éxito el ingreso de directores nombrados por la ANSES-FGS.

Desde temprano se puso en disputa la interpretación del artículo 8 de la ley 26.425 que expresamente limita el derecho de voto de las acciones que poseían las AFJP, ahora en manos del FGS.

En un contexto confuso y plagado de múltiples interpretaciones legales la estrategia de la ANSES durante estos años consistió en notificar al directorio de las sociedades participadas el ejercicio de derecho de *voto acumulativo* pretendiendo al efecto ejercer con plenitud todos sus votos (*vid.*, art. 263 LSC). Más allá de este intento, lo cierto es que en casi todos los casos la ANSES logró consensuar el nombramiento de directores sin necesidad de recurrir al complejo sistema de elección por acumulación de votos. La estrategia de tregua funcionó así: el grupo de control proponía al candidato de la ANSES siendo éste ungido en la asamblea de accionistas con el acuerdo de todos.

Ni la ANSES – FSG, ni los accionistas de control, ni las sociedades cotizadas, ni la CNV quisieron durante todos estos años discutir seriamente, ni llevar a los tribunales la interpretación final del artículo 8 de la ley 26.425. Los riesgos eran demasiado elevados para mover esta ficha.

¿Se aplica el límite del 5% a las tenencias accionarias en poder del FGS administrado por la ANSES?

El mercado tejió dos interpretaciones. Veamos:

*a. Interpretación amplia: el FGS como sindicato de acciones.*

No pasó mucho tiempo para que se hicieran eco voces a favor y en contra de esta limitación. Lo cierto es que el mercado estuvo a favor de la limitación bajo el argumento de que el tope del 5% se encuentra expresamente previsto en la ley de expropiación de acciones y así lo prueba el debate parlamentario sobre esta norma. Por su parte el Estado Nacional se atrincheró en la vereda de enfrente ensayando una interpretación amplia del artículo 8°. Dentro de esta corriente de interpretación amplia se ha llegado a sostener que dicha limitación (de aplicarse) debe sumarse teniendo en cuenta para esa adición las participaciones accionarias que la ANSES tomó de cada AFJP. Esto funcionaría bajo la siguiente lógica: si una sociedad cotizada era participada por cinco AFJP el límite debe sumarse por cada administradora. O sea, se acepta el límite legal pero sumándolo en proporción a la cantidad de AFJP que poseían participaciones en la sociedad cotizada, antes de la ley de expropiación.

Para esta corriente interpretativa la ANSES operaría como un gran sindicato de acciones donde las AFJP habrían sindicado sus votos en aquel organismo.

No puedo dejar de reconocer el esfuerzo creativo de esta interpretación, pero si así fuera me pregunto: ¿para qué fijar el límite en el artículo 8 si la ANSES funciona como un sindicato de acciones?

La verdad es que si aceptamos este argumento -que podríamos llamar aritmético- llegamos a la paradoja de que una sociedad participada por cinco administradoras de pensión que en total poseían el 10% del capital social en conjunto y cada una poseía el 2% individualmente, la ANSeS accedería al 10% de los votos. La fórmula aritmética es muy simple: siendo cinco las AFJP y 5% el límite del voto para cada AFJP parece más que claro que la ANSES accede plenamente a sus derechos políticos. Una solución demasiado simplista para mi gusto y ciertamente muy tirada de los pelos.

Qué pasará en el supuesto de una sociedad cotizada participada por diez AFJP con el 3% del capital social cada una, poseyendo todas en conjunto el 30% del capital. Cada AFJP estaba sujeta al límite del 5% (antes de la ley de expropiación). Si todas las AFJP sindicadas decidieran votar en un mismo sentido, accederían sin límite a 30% de los votos. Para lograr semejante objetivo debían consensuar un acuerdo y votar todas en el mismo sentido. Está claro que este riesgo estaba latente para las sociedades cotizadas y era parte de las reglas de juego. El único costo de entrada para lograr este objetivo era la sindicación de voto de parte de las administradoras. Un dato no menor considerando que éstas eran empresas independientes y cada una con criterios de gestión y expectativas de rentabilidad diferentes. Lograr semejante consenso no era faena fácil<sup>4</sup>.

Todo esto ha cambiado. Hoy las acciones de las cotizadas están bajo la administración de un solo gestor institucional: la ANSES. Ya no hace falta buscar consensos para lograr aquel 30% de los votos, ni llegar al sindicato. Basta que los derechos los ejerza la ANSES para que el voto fluya sin tropiezos.

Este argumento no logra convencerme por la simple razón de que el límite está expresamente previsto en la ley 26.425.

<sup>4</sup> Prueba de la dificultad por arbitrar consensos entre las empresas administradoras era la fijación de precio por acción para el lanzamiento de una OPA por salida del régimen de oferta pública o para formular un IPO como ingreso al régimen. Siempre se llega a un consenso pero luego de varios meses de reuniones y duras negociaciones.

---

*Dura lex sed lex ... salvo DNU!*

*b. Interpretación restrictiva: El FGS como fusión por absorción de las AFJP.*

Esta es la tesis ensayada por el mercado. Esta sería la razón de ser del artículo 8 de la ley de expropiación. Bajo este argumento podría entenderse que la ANSES accede a las participaciones accionarias con todos los derechos económicos añadidos pero con la limitación del 5% sobre el derecho de voto.

A favor de esta tesis podría argumentarse lo siguiente: en el supuesto de la fusión por absorción de dos o más administradoras bajo la ley 19.550 aquel límite del 5% previsto en la vieja ley de AFJP se aplicaba plenamente a la sociedad administradora resultante de la fusión. La fusión mediante la incorporación o unión de patrimonios no implicaba sumar votos, ni sumar el porcentaje según la cantidad de administradoras fusionadas sino, sólo incrementar el patrimonio administrado. El negocio de fusión no traía consigo el incremento en los derechos políticos. Éstos siempre permanecían congelados hasta el límite legal. La única forma de quebrar el límite era a través del sindicato de voto explicado en el punto anterior.

Es notorio pero el propio decreto 441/11 habla de *unificación* del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones en un único régimen previsional público. ¿Fusión?

*c. La necesidad y la urgencia del Estado Nacional.*

Aún cuando pueda sentirme inclinado por defender la tesis restrictiva con fundamento en que la ley 26.425 posee los efectos jurídicos análogos a los de una fusión por absorción, lo cierto es que tampoco llega a convencerme plenamente. Un dato es insoslayable: la ley de expropiación fija el límite legal. Esto es argumento suficiente para dar por terminado el debate.

La interpretación finalista o teleológica de la norma se impone como método de interpretación científico de las leyes. No hay duda de que la intención final del legislador fue limitar el derecho de voto de la ANSES – FGS. Los argumentos del decreto 441/11 no sólo no convencen sino que además son falsos. Esto lo veremos más abajo.

El decreto 441/11 vino a tirar por tierra, lo que hasta ahora era materia de interpretación para los operadores del mercado. La necesidad y urgencia del Estado Nacional busca terminar con la discusión. El Estado debe ingresar cuanto antes y sin trabas a la gestión de las empresas cotizadas proponiendo sus candidatos y eligiéndolos. Punto y aparte.

## VIII. El derecho de voto para la elección de directores. El límite del 5%.

Está claro que el techo del 5% del derecho de voto fijado en la vieja ley de AFJP es un umbral bien generoso. Digo *generoso* porque con este porcentaje el inversor institucional accede en forma plena y sin cortapisa a los derechos más trascendentes del *status socii*. Me refiero a los derechos de información explicados más arriba.

La verdad es que poseyendo el inversor institucional una participación en el capital que exceda el límite legal del 5% observo que la discusión por este 5% se torna ciertamente estéril. Llegado a ese umbral de participación en el capital social, o incluso superándolo, se observa que el derecho de información está plenamente garantizado y asegurado. Si poseo el 7% del capital ordinario con derecho a voto, limitar mis votos sobre esa participación al 5% no perjudica mis derechos de socio. Con este umbral accedo plenamente a todos los derechos consagrados por la ley a favor de los *socios externos residuales*<sup>5</sup>.

Es más, diría que este umbral es absolutamente neutro en términos de aprobación de los puntos del orden del día de una asamblea. En efecto, sea que posea el 5% o más de los votos, lo cierto es que siempre el inversor será una minoría. Cualquiera sea mi postura respecto de la política de dividendos, de reservas, de

---

<sup>5</sup> La preocupación sería si el sistema hubiera fijado un umbral más bajo. O sea dentro del límite legal el inversor institucional accede a todos los derechos para políticos del socio. 1) convocar asambleas, 2) solicitar la promoción de la acción social minoritaria de responsabilidad contra administradores y síndicos, 3) pedir informes al síndico y 4) formular denuncias. Está claro que dentro del umbral del 5% todo vale. Si varias AFJPs poseían en conjunto un 7% debían sindicarse para acceder a los derechos parapolíticos de socio, pero hasta aquel límite.



honorarios, o balances, lo cierto es que dichos temas serán aprobados por el voto de la mayoría. La mayoría se impondrá por la fuerza del voto.

Cualquiera hubiere sido el límite fijado por la ley, ese dato es intrascendente desde la perspectiva del derecho de impugnación. Cualquiera hubiere sido el límite sobre el voto, el derecho a atacar una decisión inválida por violación de la ley, estatutos o reglamento se ejerce aún siendo titular de un solo voto (art. 251 LSC). En este sentido el inversor institucional no ve perjudicado sus derechos. El voto de la mayoría fluirá, en la asamblea pero con la posible acción de impugnación del socio minoritario. Un dato no menor: la CNV también tiene esa capacidad de artillería.

Siendo esto así la pregunta ineludible es: ¿cuál ha sido el sentido práctico de este límite y por qué la ley de creación del FGS la mantuvo?

A mi modo de ver las cosas no ha sido otro que limitar la elección de administradores y síndicos en las sociedades cotizadas. No hay dudas al respecto. Con aquel límite se intentó acotar la capacidad de cogestión de los inversores institucionales (sea privado o estatal) y la capacidad de ingresar a los órganos de fiscalización. No otro sentido puede tener esta cortapisa a los derechos políticos cuando el umbral ha sido fijado con un piso tan elevado; y cuando aquel límite – como quedó explicado - en nada incide sobre el derecho de impugnación.

Si el límite del 5% es neutro desde la perspectiva del derecho de información y de impugnación no hay duda que su finalidad ha sido otra: limitar el ingreso al directorio, consejo de vigilancia y comisión fiscalizadora de las sociedades cotizadas.

## IX. Regla de oro: los dueños de control controlan la gestión. La elección de directores por voto acumulativo y el límite del 5% de los votos.

Bajo el derecho argentino la mayoría obtiene la totalidad del directorio.

Esto significa que en nuestro sistema legal societario quienes poseen la mayoría del capital no cogestionan. Éstos son dueños absolutos de la administración y control de los flujos de fondos y patrimonio social. Nuestro sistema no acepta ni admite la elección proporcional de directores; como sí ocurre en otros sistemas legales, como ser la ley de sociedades anónimas española. Nuestra ley 19.550 no habilita el régimen de proporción (ni listas colectoras) sino todo lo contrario alienta el régimen de concentración. Concede al 50% del capital más 1 voto el derecho de apropiarse del 100% de la gestión. Esta regla es de oro.

La única forma que tiene la minoría para romper esta regla y acceder a la cogestión del patrimonio social es mediante el ejercicio del derecho consagrado en el artículo 263 LSC, esto es, ejercer el derecho a la elección de directores por sistema de voto acumulativo. No hay otro remedio. No hay otro camino posible.

Tal como lo hemos dicho párrafos arriba, desde la sanción de la ley 26.425 la ANSES ha intentado ingresar a los directorios de las cotizadas comunicando su intención de ejercer voto acumulativo. La mayoría de las cotizadas accedieron al pedido de cogestión aceptando el ingreso de directores, negociando el nombramiento de representantes *elegibles*, y sin dejar de reconocer la vigencia de aquel límite. Hasta la sanción del reciente decreto 441/11 el tema venía barajado en estos términos y en clave de tregua.

### *a. El artículo 263 LSC y el límite del 5% de los votos como techo para la elección de candidatos.*

Reitero una vez más: el límite del 5% del derecho de voto mirado en clave de derechos parapolíticos (*urg.*, derecho a informarse, promover acción de responsabilidad contra directores y síndicos, realizar denuncias y convocatorias a asambleas) opera como piso. En este contexto el inversor se encuentra bien cómodo.

En cambio cuando el límite del 5% lo aplicamos al ejercicio pleno del derecho político del voto (*urg.*, emitir el voto en las asambleas) aquel funciona como techo. Este techo en nada perjudica el derecho de voto en sí mismo para la toma de decisiones sociales y un ejemplo basta para darnos cuenta de esto que digo: si poseo el 30% del capital social con derecho a voto y pudiera ejercer plenamente estos votos, la decisión la terminará tomando la mayoría del capital que, en nuestro modelo de capital concentrado lo retiene el control. La verdad es que aún cuando posea el 30% del capital y suponiendo que el límite legal del 5% no existiera, la ausencia de este límite en nada mejora mi posición de socio ni mis derechos políticos o parapolíticos.

No es cierto que el límite del 5% perjudique los derechos de socio ni genere una suerte de *Kelper* societario. Esto puede sonar atractivo para la prensa mediática, pero no resulta convincente en términos jurídicos y

científicos. La verdad empírica demuestra que aún poseyendo el 30% del capital y votos ese porcentaje no alcanza para controlar las asambleas ni torcer el voto de una mayoría concentrada, precisamente por el modelo de concentración de control de nuestro mercado.

Esto viene a confirmar de tesis que vengo proponiendo de que el límite del 5% tiene por destinatario exclusivo el artículo 263 de la LSC.

*b. El sistema de voto acumulativo exige suficiencia en el voto y no es proporcional.*

A fin de acallar algunas voces que se vienen escuchando por diferentes canales, es importante destacar que *el sistema de voto acumulativo no es proporcional*. El sistema de voto acumulativo bajo nuestra ley de sociedades sólo opera y funciona para ser ejercido por aquellas minorías consideradas *suficientes*, y que dicha suficiencia sea computada en cada elección. Sobre esto hay abundante literatura jurídica y pacífica jurisprudencia del foro mercantil.

Esto quiere decir en buen criollo lo siguiente: aún cuando la ANSES administre participaciones accionarias *suficientes en términos de derechos económicos*, la verdad es que dicha cantidad es *insuficiente en términos de derecho de voto*.

El artículo 263.4 de la LSC expresamente dice: “*Cada accionista que vote acumulativamente tendrá un número de votos igual al que resulte de multiplicar las que normalmente le hubieren correspondido por el número de directores a elegir*”. En este inciso se juego el sistema y la aplicación del límite legal.

El inciso 4º nos explica que el accionista que opta por ejercer el derecho a acumular sus votos deberá seguir con el siguiente procedimiento: 1) contar sus votos (*los que normalmente le hubieren correspondido*), 2) multiplicarlos por la cantidad de escaños a ocupar, 3) acumular esos votos, y 4) aloarlos al candidato a ser ungido bajo este sistema.

La aritmética del voto acumulativo enseña que un accionista titular del 5% de los votos no accede (en condiciones habituales y normales de mercado) a colocar un director bajo este sistema. Cuando digo en condiciones habituales me estoy refiriendo a directorios integrados por una cantidad razonable de miembros. Todo dependerá de cuán exageradamente dilatado sea el órgano de administración de la sociedad *Target*. Podemos verlo con un ejemplo muy simple: para un directorio compuesto por 10 integrantes observamos que el accionista titular de un 5% no logrará colocar su candidato. Para que este accionista tenga éxito en la elección de su candidato el órgano de administración debería dilatarse como mínimo a 21 integrantes (y sin elección escalonada). Es importante destacar que con un número de 20 directores aquel accionista sólo logra un empate, y por lo tanto termina perdiendo. Bajo nuestra ley de sociedades el empate entre ambos sistemas le otorga preferencia al candidato elegido por sistema ordinario o plural.

Todo esto significa que acceden a la cogestión aquellas minorías poseedoras de un número importante de votos, esto es un número suficiente. Así lo entendió nuestra doctrina judicial desde el *leading case* “*Banco Galicia SA c. Vistalba*”. Un dato interesante: en este caso el accionista Vistalba poseía el 4% de los votos y los estatutos del banco preveían elección escalonada de directores. Aquellos votos no fueron suficientes (*sic*).

*c. Los votos deben ser los normales.*

El inciso 4º del artículo 263 agrega un dato llamativo que no podemos soslayar: los votos para ser computados, deben ser *los que normalmente le hubieren correspondido*.

El legislador societario advirtió situaciones en las que un socio puede ser titular de una cantidad de acciones representativas de un porcentaje del capital social pero al mismo tiempo tener limitado los derechos políticos.

Un ejemplo de esto que digo lo podemos encontrar en el régimen de participaciones y participaciones recíprocas. Me estoy refiriendo a los artículos 31 y 32 de la LSC. En ambos dispositivos la ley de sociedades prevé la *pérdida del voto* respecto de las participaciones en exceso del límite legal. Estos serían ejemplos válidos donde se torna operativo aquel el inciso 4. El accionista posee suficientes acciones pero votos *insuficientes*.

Nuestro legislador previó situaciones jurídicas en las que el capital y el voto no siempre deben coincidir ni ser simétricos o proporcionales a la participación.

*d. Aplicación por analogía al FGS administrado por la ANSES.*

Con lo dicho hasta aquí llegamos a la siguiente conclusión: la ANSES sólo accederá a directorios multitudinarios, diría inexistentes en nuestro modelo de gestión o modelo de mercado. En los hechos y dado el modelo de mercado podríamos sostener la tesis de que la ley 26.425 fijó de manera oblicua fijó una expresa prohibición de cogestión.

En nuestro modelo de mercado, la ANSES jamás accederá a colocar un director aún cuando posea el 49,99% del capital social de empresas cotizadas. El límite del 5% se le impone y por ende son éstos los votos que *normalmente le corresponden* para acumularlos de acuerdo con la ley de sociedades y ley 26.425.

No está demás reiterar que para el caso de que una AFJP hubiera invertido en una cotizada importantes cantidades llegando a un nivel de concentración tan elevado como un 49,99% del capital social, dicha participación en el capital solo representaba el 5% de los votos. Este era el sistema legal del artículo 76 (f) de la ley 24.241.

Este sistema de dilución de voto fue tomado de la ley 24.241 y transferido expresamente a la 26.425.

*e. Los incentivos del sistema.*

Limitar los derechos políticos de los inversores institucionales no responde a un capricho de alguien, ni es el resultado de un conjuro, y tampoco responde a evitar potenciales conflictos de intereses, ni a ninguno de los argumentos sostenidos para fundar el DNU 441/11.

Aquel límite tiene por finalidad lograr ciertos incentivos para el desarrollo del mercado de capitales. Esto es: (i) promover el ingreso de sociedades al régimen de oferta pública por la baja percepción de riesgo de cogestión, (ii) permitir la dispersión del capital y su negociación en el mercado, (iii) crear un mercado de toma de control y (iv) promover la inversión en capital de riesgo priorizando la renta por encima del control en la gestión.

En los mercados de capitales modernos y desarrollados el castigo por mala gestión (*miss management*) no pasa por la acción social de responsabilidad contra los administradores sociales sino por la baja en la cotización. La venta masiva de las acciones lleva consigo la baja en el precio de la acción y por ende la pérdida de creación de valor para los accionistas. El castigo no es de tipo civil sino más bien reputacional. Y esto es lo que vale e importa para el mercado.

En los mercados de capitales mundiales los inversores institucionales no se involucran en la gestión empresaria. Aquellos confían en la buena administración profesional y renuevan sus votos en la medida que mantienen la inversión en acciones de una misma sociedad, generando un mercado secundario y liquidez. Los fondos de pensión se han constituido en jugadores estratégicos y verdaderos *market makers*. Este rol estratégico no los impulsa a involucrarse en la gestión corporativa, sino todo lo contrario.

Bajo esta lógica la ley de creación de las AFJP fijó aquel límite. No con el objetivo de privarlas de los derechos de socio sino con el propósito final de evitarles la tentación de querer involucrarse en la gestión empresaria. Para lograr ese objetivo debían lograr un sindicato de acciones. Fuera de este pacto no era posible acceder a la cogestión. ¿Cuál sería el sentido de involucrarse?

## X. Los fundamentos del DNU 441/11 no me convencen. ¿Nulidad absoluta por falta de fundamentación?

Veamos el primer fundamento:

*Que, si bien la Ley N° 26.425 remite en su artículo 8° a los artículos 74, 75 y 76 de la Ley N° 24.241, la interpretación de sus alcances requiere un análisis específico sobre su aplicación, toda vez que la norma original en la que se encuentran inscriptos refiere a un plexo normativo cuya "ratio legis" se orientaba claramente a limitar el accionar de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), como entidades del sector privado, frente a la administración de los fondos.*

Falso. Un dato que parece no advertir el Poder Ejecutivo es que dichas normas fueron expresamente incluidas en la ley 26.425 con el propósito de limitar el derecho de voto de la ANSES-FGS precisamente por

ser el único inversor institucional de nuestro mercado, más allá de la calidad privada o pública de inversor. Este último dato es francamente irrelevante.

Veamos el segundo fundamento:

*Que el artículo 76, inciso f) de la Ley N° 24.241 estableció como una limitación reguladora del accionar de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) que: “En ningún caso las inversiones realizadas en una sociedad nacional o extranjera habilitarán para ejercer más del cinco por ciento (5%) del derecho de voto, en toda clase de asambleas, cualquiera sea la tenencia respectiva”.*

*Que tal limitación traducía la especial preocupación del ESTADO NACIONAL por impedir que las AFJP intentaran controlar directa o indirectamente el gobierno de las sociedades objeto de sus inversiones. Que en este sentido, el interés jurídico perseguido por la limitación normativa de mención, era evitar situaciones de posible conflicto de interés así como prevenir manipulaciones concertadas que repercutieran de manera disvaliosa en el mercado.*

Falso. Bajo el modelo de capital concentrado de nuestro mercado de capitales es prácticamente improbable el control directo o indirecto aludido. Nuestras sociedades abren su capital a porcentajes muy acotados reteniendo acciones de voto plural. La pérdida del control es un hecho poco cierto en nuestro entorno. En cuanto al posible conflicto de interés es importante destacar que este conflicto puede presentarse cualquiera sea la tenencia accionaria. Esto no es un dato convincente. Respecto de prevenir las manipulaciones concertadas, es precisamente la ANSES en su actual posición de monopolio quien tiene capacidad plena de manipular el mercado. Y esto sí es contradictorio y peligroso.

Veamos el tercer fundamento:

*Que asimismo, la limitación en comentario se hallaba orientada a proteger el activo del fondo integrado por los recursos acumulados en las cuentas de capitalización, de manera tal de cuidar la adecuada generación de rentas que permitieran incrementar las cuentas individuales de los afiliados y diferenciarlo del patrimonio de la sociedad anónima que los administraba.*

*Que la composición de los activos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) ha generado que sumados en conjunto, los activos particulares transferidos de las AFJP representen, para el caso de algunas empresas, un porcentaje muy superior al límite fijado en el artículo 76, inciso f) de la Ley N° 24.241.*

Falso. No convence por su debilidad argumental. La realidad es que aún transfiriéndose al FGS las participaciones accionarias de las AFJP ahora concentradas en una cotizada, la ley de creación del sistema SIPA previó en forma expresa e ineludible la limitación del 5% de los votos. Este dato por sí solo es elocuente pues muestra a las claras la verdadera intención del legislador y esto es, limitar la capacidad de voto de un nuevo inversor institucional, impidiendo el ingreso en la gestión de empresas privadas.

Veamos el cuarto fundamento:

*Que en este punto, una aplicación literal de la referida limitación no resulta compatible con una armoniosa integración normativa, toda vez que no parece razonable que el legislador haya querido sustraer el ejercicio de los derechos políticos emergentes de la sumatoria de las diversas tenencias que conforman el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), considerando que, en la especie, el conflicto de intereses que el régimen derogado procuraba excluir resulta inexistente atento el carácter tuitivo que asume el ESTADO NACIONAL respecto de las inversiones destinadas a garantizar las prestaciones propias de la seguridad social.*

*Que consecuentemente, el recto entendimiento de la norma en análisis surge de la cohesión del nuevo sistema legal y una articulada inserción de las normas subsistentes del sistema derogado, razón por la cual es menester aclarar el sentido que debe otorgárseles en el marco de una realidad sustituida*

Falso. Todo esto tampoco convence por las siguientes razones: en primer lugar se pretende ver en el artículo 8 de la ley 26.425 un error del Parlamento al haber incluido en el sistema una limitación en el voto. Una suerte de *lapsus calami* del legislador. Esta limitación contradice el propio régimen. En segundo lugar se pretende desviar la atención argumentando que la limitación del voto carece de sentido ahora, por los fines tuitivos que persigue el Estado. Lo cierto es que esos fines se logran mediante la regulación del mercado y la mejora en las normas de transparencia y no, mediante la pretendida co-gestión de los activos invertidos. Cuestionar la política de dividendos, criticar la política de honorarios, negar la política de reservas, impugnar balances entre otros derechos, no tienen una finalidad tuitiva, sino todo lo contrario, atiende a la satisfacción de un interés propio y peor aún el interés de los jubilados; algo ajeno a la eficiencia empresarial y políticas de creación de valor, tal como lo sostiene el propio decreto 677/01.

La política de dividendos, de reservas y los balances pueden ser criticados, cuestionados y hasta anulados ejerciendo el legítimo poder de policía que posee el Estado a través de los órganos de fiscalización: la CNV. Estos derechos también los puede ejercer la ANSES cualquiera sea su participación en el capital social. De esa forma logrará tutelar los intereses de sus representados.

Hoy, bajo el sistema de la ley 26.425 el Estado Nacional no sólo controla a las sociedades cotizadas desde los organismos competentes sino que además, pretende meterse en la cocina del negocio nombrando administradores societarios. Y esto sí que encierra un serio conflicto de intereses.

Nuestra ley de sociedades acepta que el Estado ingrese en la gestión de empresas privadas. Para ello el tipo elegido es otro: las sociedades de economía mixta, o sociedad de participación estatal mayoritaria. Fuera de estos tipos sociales el Estado no accede a la gestión de empresas de capital privado aún cuando los fondos aportados para la suscripción de acciones sean de fuente previsional.

Veamos el quinto fundamento:

*Que en función de lo expuesto resulta necesario precisar que la ANSES (...) cuente con las herramientas jurídicas adecuadas que, en materia de ejercicio de los derechos societarios, le permitan cumplir acabadamente con los objetivos de seguridad y criterios de rentabilidad especificados en la Ley N° 26.425.*

Falso. Tal como lo expresé párrafo arriba los derechos de socio están absolutamente garantizados.

Para cumplir con los objetivos de seguridad y criterios de rentabilidad no es necesario contar con directores en el órgano de administración. Las AFJP poseían iguales criterios de seguridad y rentabilidad y no por ello ingresaban a la cogestión. Este argumento me huele más a capricho que a un verdadero fin económico.

La poca seriedad de los fundamentos invocados para proceder a la derogación del artículo 76 (f) de la ley 24.241 y la injustificada necesidad y urgencia invocada por el Poder Ejecutivo para promoverlo, permiten sacar una primera conclusión: el decreto es nulo de nulidad absoluta por falta de fundamentación jurídica suficiente. No vale la pena cuestionar su inconstitucionalidad. Su fundamentación es demasiado frágil, endeble y caprichosa como para darle jerarquía de ley.

## XI. Las cotizadas están en una encerrona.

En este contexto parece que no queda otra opción que arbitrar una solución consensuada o litigiosa.

Otra opción disponible podría ser *la salida del régimen de oferta pública* lanzando una OPA voluntaria (*Going Private*) y volver al mercado cuando el contexto de seguridad jurídica haya mejorado. Si bien esta opción implica asumir algunos costos transaccionales (pagar el precio de la OPA) no creo que éstos sean más elevados que compartir la gestión con directores no elegibles; y cuya función ejecutiva dentro de la sociedad no será proteger y velar por el interés común de los accionistas, tal como lo ha enseñado el maestro Tulio Ascarelli (hoy entendido como creación de valor para los accionistas) sino otros intereses. Podemos presumir que aquellos directores responderán a los intereses exclusivos de quien los eligió en el cargo. Y esto sí es un problema serio.

Esta situación de facto me convence de una cosa: la necesidad y urgencia de derogar ya mismo el decreto 441/11.

Lo preocupante de la estrategia que propongo es que la salida del régimen obligará a las cotizadas negociar el precio de la OPA con un solo inversor institucional (la ANSES). Y lo cierto es que ese monopolio de negociación puede generar un serio problema: que la prima de salida sea exageradamente elevada; esto es que no refleje el *Fair Market Value*.

Ya no se trata de una OPA al mercado, tal como lo hemos entendido, sino que dicha OPA se ha transformado ahora en una simple compraventa de paquetes. Quien decide salir del régimen deberá negociar con un solo comprador: la ANSES.

Y esta es la encerrona a la que me estoy refiriendo.

Ya no es el empresario quien decidirá salir del régimen sino que el monopolio de la decisión lo tendrá la ANSES. Si ésta no acepta la oferta no hay salida posible pues no hay contrato. La lógica que debería mover a la ANSES para no aceptar la oferta es la necesidad de mantener la renta de los jubilados en un sistema estatal solidario y de reparto (esta intención está claramente expresada en los considerandos del decreto 441/11). A la ANSES no le importará la equidad del precio de la OPA sino su fin social y previsional. Y esto

sí es un problema serio pues genera una contradicción de fines y oposición de intereses. Mientras uno quiere salir, el otro quiere retenerlo. El problema es que el segundo termina venciendo pues frustra la salida del primero.

Siendo nuestro mercado de capitales muy pequeño, lo cierto es que todo esto conduce a un verdadero círculo vicioso.

## XII. La ley 26.425 rompe la lógica del mercado de capitales.

### *a. El monopolio de poder de la ANSeS es contrario al mercado.*

La ley 26.425 ha puesto nuestro mercado de capitales patas para arriba. Ha quebrado la lógica del mercado. Me refiero en particular al régimen de oferta pública de acciones y la apertura de capital de sociedades.

Un dato no es menor: desde el año 2008 sólo dos sociedades han ingresado al régimen. Y sólo Alpargatas SA intentó salir lanzando una OPA, y que fue rechazada<sup>6</sup>. El caso Alpargatas SA es un buen ejemplo del riesgo de monopolio antes aludido. Este caso ha sido paradigmático y un buen ejemplo del equilibrio de poderes en un mercado de capitales. En este caso el grupo Camargo Correas intentó sacar a Alpargatas SA del régimen pagando por las acciones un precio inferior al oportunamente ofrecido en una OPA anterior y al precio oportunamente pagado a los accionistas de control. Quienes defendieron a los pequeños inversores bursátiles entendieron que la OPA por salida del régimen no debía ser aceptada y se debía esperar una nueva oferta mejorada. El mercado reaccionó y frustró la salida de Alpargatas SA. Y esto es muy saludable que pase si el mercado tiene una percepción clara de que hay una estrategia de expropiación de derechos. Esto explica claramente la importancia del acceso a información. En definitiva ha sido la información la que permitió al mercado tomar una decisión consensuada y en forma coordinada.

La creación del FGS concentrando en una sola mano las participaciones accionarias de todas las empresas cotizadas del mercado pone en serio peligro la sustentabilidad del propio mercado. Rompe la lógica económica del ingreso al régimen. Ya no es lo mismo compartir el capital con diez o quince fondos de inversión privados ajenos a la gestión que, compartir el capital con un inversor institucional estatal que concentra todo el poder de la minoría transformando a este inversor en un verdadero socio que pretende ejercer sus derechos como si se tratara de una relación asociativa de tipo *venture capital*, *private equity* o *joint venture*.

Lo cierto es que si los empresarios argentinos hubieran optado por fondear sus inversiones bajo estas figuras asociativas tienen la opción para hacerlo. Sin embargo hay razones estratégicas para optar por el mercado y no por un socio. Y es aquí donde anida el problema. La ANSES confunde el mercado con una operación de *joint venture*. Y esto sí es grave porque es no entender la lógica del mercado de capitales.

### *b. El sistema de OPA optativo cae en saco roto.*

El decreto 677/01 incorporó el sistema de OPA estatutario optativo para la compra del control de sociedades cotizadas.

Este esquema permite vender el 100% del capital social de sociedades cotizadas en dos o más tramos. El primero a puertas cerradas con los socios de control y el segundo a puertas abiertas mediante una OPA dirigida al mercado. El problema que tenemos hoy es que quien decida comprar el control de una cotizada nacional no sabrá a ciencia cierta si podrá salir finalmente del recinto, pues todo dependerá de la decisión final de la ANSES, cualquiera sea su participación en el capital social<sup>7</sup>.

Este esquema rompe con el mercado pues le quita liquidez a las acciones de control frente a la incertidumbre que puede generar en el potencial comprador el éxito de la salida de la bolsa.

El propio régimen de la ley 26.425 rompe con el sistema de OPA voluntaria, forzosa u optativa.

<sup>6</sup> La ANSeS no tenía acciones de Alpargatas pues al momento de crearse el FGS la sociedad se encontraba con su cotización suspendida porque se encontraba tramitando el proceso concursal.

<sup>7</sup> Salvo una participación residual inferior al 5% del capital donde funciona la Declaración Unilateral de Voluntad de Adquisición.

*c. Política de dividendos y política de reservas en sociedades abiertas.*

En el reciente caso *ANSES c. Emdersa*, aquella cuestionó en sede judicial la política de dividendos de una cotizada por pretender éste retener el 95% de las utilidades del ejercicio pagando al mercado sólo el 5% como dividendo. Este caso sirve como botón de muestra del monopolio que estoy aquí criticando. En este caso la ANSES discutió un aspecto formal de la decisión: las razones dadas por los directores y accionistas de control para retener el 95% de las utilidades no respondían a las exigencias del artículo 66 de la LSC. Un típico y clásico cuestionamiento de un conflicto de una sociedad cerrada.

Lo cierto y real es que en las sociedades con oferta pública las sociedades que no cumplen con las políticas de dividendos esperadas por el mercado, la solución no pasa por la disputa judicial sino, por la liquidación de la acción y la compra de otros activos más rentables. Al fin y al cabo esto es lo que miran los inversores, sean potenciales jubilados o no.

El caso *Emdersa* revela un dato a mi modo de ver inquietante: en nuestro entorno no hay precedentes judiciales sobre conflictos societarios de compañías cotizadas con motivo de la política de reservas o dividendos. Esto revela el monopolio aludido.

*d. El monopolio de poder es directamente proporcional a la cantidad de acciones invertidas.*

La participación accionaria justifica promover demandas.

Está claro que el costo de entrada de promover una acción judicial paga el intento. La participación en el capital y el volumen de derechos añadidos incentivan este tipo de decisiones especulativas.

Para quien posee cantidades insignificantes de acciones (y me estoy refiriendo al inversor bursátil individual, al llamado consumidor financiero) el valor de su participación no paga los costos de entrar a un pleito. Es mejor liquidar la acción que pretender discutir la política de dividendos. En cambio cuando esa ecuación cambia, la opción del juicio puede pagar. Quien posea una porción significativa de una empresa cotizada sus incentivos para plantear judicialmente su disconformidad paga. A mayor grado de participación mayor serán los incentivos para promover la demanda y menores los costes de entrada. Y peor, cuando esos costes los financia el Estado. Nadie responde por ellos.

Este escenario de monopolio atenta contra la propia dinámica de la oferta pública y de los incentivos para ingresar al régimen. Quien ingresa al mercado de capitales especula con que sus políticas de gestión y financiamiento estarán sometidas al escrutinio del mercado y no, a la opinión de un accionista disconforme. Si ésta hubiera sido la estrategia, mejor es negociar un buen convenio de accionistas.

Un dato no puede pasar inadvertido. De los precedentes judiciales en los que se encuentran involucradas sociedades cotizadas, en la mayoría de los expedientes el sujeto actor es la propia CNV en representación del mercado. A modo de ejemplo pueden citarse los casos más emblemáticos: *Laboratorios Alex SA*, *Establecimientos Modelo Terrabussi SA*, *Frigorífico La Pampa SA (hoy Pampa Energía SA)*, *Garovaglio & Zorraquín SA*, *Alpargatas SA*, *Sociedad Comercial del Plata SA*, entre muchos otros. Son muy escasos los precedentes donde esté involucrado un inversor individual y menos una AFJP. Es razonable que la CNV tome una actitud activa en este sentido pues es quien tiene por misión velar por la transparencia del mercado y, en alguna medida, por los derechos societarios de los inversores bursátiles.

### XIII. Los casos TGLT e Inversora Juramento. (Recientes IPOs).

Confirmando esto que venimos diciendo, es interesante analizar los dos únicos IPOs (Oferta Pública Inicial) de acciones realizadas luego de la sanción de la ley y la participación de la ANSES como nuevo inversor institucional.

*a. El caso TGLT.*

Esta compañía salió a la bolsa con un esquema de oferta pública muy agresivo. Esto qué significa. Muy por fuera del estándar de nuestro mercado. TGLT es una empresa que abrió su capital a una porción significativa de sus acciones con derecho a voto: entre el 45% y el 49%. Los accionistas de control (*insiders*) sólo retendrían entre el 55% y el 51% del capital social con derecho a voto, dependiendo del grado de éxito de la colocación.

Resta muy poco esfuerzo para que en un próximo aumento de capital los accionistas insiders terminen compartiendo el control con el mercado, o perdiéndolo definitivamente. Dependiendo del grado de atomización del capital flotante, el mercado podrá acceder a colocar directores en el órgano de administración o hasta incluso hacer una oferta pública de adquisición para la toma de control.

Antes de colocación de las nuevas acciones, TGLT tenía emitidas 22.350.000 acciones ordinarias con derecho a un voto cada una y, dividido su capital social en acciones Clase A y B con iguales derechos. TGLT salió a ofrecer en suscripción 45.400.000 nuevas acciones ordinarias, eliminando a tal efecto la división del capital en clases, luego de la colocación. De esta forma sobre un total de 67.750.000 acciones ordinarias de un voto cada una, el mercado rentaría la mayoría del capital y votos, si los accionistas de TGLT decidieran no acompañar la suscripción.

Un dato no menor: antes de la salida a la bolsa el directorio de la compañía estaba integrado por 3 miembros titulares y 3 suplentes. El directorio fue ampliado a 8 a los efectos del IPO.

Otro dato no menor: TGLT optó por no adherir al Régimen Optativo Estatutario de OPA previsto en el decreto 677/01. De esta forma queda abierta la posibilidad de realizar una genuina operación de *Take-over* por el mercado mediante una OPA para la toma de control.

En este contexto TGLT previó en sus estatutos sociales una cláusula anti *Take-over*. Esto quiere decir que quien decida adquirir en el mercado más del 40% del capital social de TGLT está obligado a lanzar una OPA por todo el capital social de la compañía.

TGLT es un modelo de colocación muy interesante y atractivo porque es uno de los pocos casos con franca apertura del capital social y con la posibilidad cierta de que esta compañía pueda ser adquirida por un tercero a través del mercado o, en su caso, dando la posibilidad al mercado de acceder a la co-gestión de la empresa.

A pesar de la dilatada apertura del capital social de esta empresa, la ANSES- FGS sólo podrá ejercer derechos políticos hasta el 5% del capital social y votos de TGLT si aquella decidiera invertir fondos en exceso del límite legal.

#### *b. El caso Inversora Juramento.*

Podríamos decir que este es el modelo opuesto al caso anterior.

Los accionistas de control (la familia Brito propietarios del Grupo Macro) salieron a la bolsa con el afán de ofrecer al mercado vía aumento de capital y suscripción de 55.000.000 nuevas acciones que representan apenas el 7,34% de los votos.

El capital social de Inversora Juramento estaba representado en acciones Clase A de 5 votos cada una. A los efectos del IPO se crearon acciones Clase B con derecho a 1 voto cada una. La familia Brito retuvo el 100% de las acciones Clase A y el 80% de las Clase B. Cierta cantidad de acciones Clase A fueron convertidas en Clase B a los efectos del ingreso a la oferta pública.

El directorio de la compañía está en manos de la familia Brito y compuesto por 6 integrantes titulares. La sociedad adhirió al Régimen Estatutario Optativo de OPA previsto en el decreto 677/01<sup>8</sup>.

La minúscula porción del capital ofrecido a la bolsa torna imposible la elección de directores. No obstante, y aún suponiendo que la ANSES suscribiera el 100% del capital ofrecido en suscripción, aquella tendría sus votos limitados al 5%.

Ambos casos son una muestra elocuente de esto que hemos afirmado más arriba: el empresario que decide abrir su capital al mercado opta por diseñar su estructura legal y societaria según sus objetivos comerciales, empresarios y financieros.

Cualquiera sea el diseño elegido, no hay duda que el límite del 5% previsto en el artículo 76(f) de la ley 24.241 y artículo 8 de la ley 26.425 es de aplicación por imperativo legal.

## XIV. Conclusiones para la reflexión.

---

<sup>8</sup> Vid., nuestra crítica en VAN THIENEN – DI CHIAZZA. *OPA obligatoria (optativa) por cambio de control. Paridad de trato y régimen de transparencia. (Análisis crítico al decreto 677/01)*. Working Paper CEDEF N° 5. [www.cedeflaw.org](http://www.cedeflaw.org)



---

Más allá de las interpretaciones que podamos ensayar de una manera apasionada sobre el artículo 75 (f) de la ley 24.241 y su aplicación a la ANSES – FGS para la elección de directores en sociedades cotizadas, lo cierto y real es que el sistema creado por la ley 26.425 ha puesto nuestro mercado de capitales cabeza para abajo.

La interpretación final la tendrán los jueces de la Nación.

Aguardo con moderado entusiasmo que los jueces se decidan por el mercado. Debemos convencernos de que los intereses perseguidos por el Sistema Integrado Previsional Argentina (SIPA) no están jugados en la cogestión de empresas cotizadas sino, en la rentabilidad de las inversiones realizadas por el FGS administrado por la ANSES en beneficios de los jubilados y pensionados del sistema.

Es más, como futuro jubilado elevo aquí mi crítica: no me interesa que el Estado cogestione empresas privadas.

Siendo rol del Estado promover el bienestar general, es responsabilidad crear los instrumentos jurídicos que permitan un desarrollo sostenido de la economía y sus industrias, única fuente generadora de empleo genuino. Estos objetivos no se logran en un clima de incertidumbre para los operadores económicos; y menos, creando un mercado de capitales exótico ajeno a los estándares internacionales de transparencia y buenas prácticas.

Será rol estratégico y republicano del Poder Legislativo y Judicial de la Nación tomar nota de esta realidad jurídica y de mercado, y saber que en las economías modernas, civilizadas y desarrolladas del globo los Estados no se involucran, ni intervienen en las empresas cotizadas. El Estado interviene mediante su poder de policía y reglamentario. Este es el verdadero rol del Estado.

Con el sistema creado por la ley 26.425 observo con alarma que el Estado posee un serio conflicto de interés: es juez y parte.

Decididamente esto debe cambiar si queremos que nuestro mercado de capitales se enrole con los mercados civilizados del mundo atrayendo inversiones genuinas, creando valor y *prosperidad para todos los hombres del mundo que quieran habitar el suelo argentino*, cumpliendo así la manda de nuestra Carta Magna.