

19 de agosto de 2022

ALGUNOS COMENTARIOS SOBRE ACCIONISTAS Y DIRECTORIOS

El nivel de sofisticación de su mercado de capitales es un índice del desarrollo económico de un país

En un boletín publicado el 17 de agosto, Mirabaud, un banco suizo con sede en Ginebra fundado en 1819 echa una mirada sobre un fenómeno creciente (aunque no novedoso): el incremento de la agresividad de los accionistas en las grandes empresas que cotizan en las bolsas internacionales¹.

Es interesante observar la cuestión desde el punto de vista jurídico y desde una jurisdicción (como la argentina) cuyo mercado de capitales es prácticamente inexistente.

¿Por qué esta última frase? Porque en nuestro país la enorme mayoría de las sociedades mercantiles que se constituyen lo hacen para limitar la responsabilidad personal de sus fundadores; en muchos otros países, la constitución de una sociedad tiene como motivo principal poder acceder al financiamiento no bancario que brindan los inversores que adquieren acciones en bolsas y mercados.

Se ha dicho que del millón de sociedades anónimas inscriptas en la ciudad de Buenos Aires sólo la mitad están activas. De esas 500.000, sólo el 0,003% ofrecen sus acciones al público.

Aun cuando esas cifras no sean exactas o precisas, transmiten una noción aproximada de la realidad de nuestro mercado de capitales y del grado de atracción que pueden sentir los empresarios por incorporar a terceros a sus empresas mediante la colocación de acciones en el público.

En su boletín, Mirabaud describe cómo ciertos grandes inversores están adoptando una participación muy activa en el gobierno corporativo de las sociedades en las que invierten.

Por ejemplo, el fondo Third Point acaba de incrementar su participación en el capital de Walt Disney Corporation².

Su primer paso luego de la compra de las acciones fue enviar una carta al principal ejecutivo de la empresa sugiriendo ciertas medidas (incluyendo una escisión): la reducción de costos, la designación de nuevos directores y la suspensión de la distribución de dividendos para incrementar el valor de las ac-

¹ *Noticias y Perspectivas*, 17 agosto 2022.

² El capital de The Walt Disney Company se encuentra distribuido de la siguiente manera: accionistas institucionales, 33,99%; fondos comunes de inversión, 29,67% y personas físicas, 8,65%. Fuente: <https://money.cnn.com/quote/shareholders/shareholders.html?symb=DIS&subView=institutional>

ciones, que ha estado en franca disminución desde octubre del año pasado.

Según Mirabaud, Third Point ha tomado idéntica actitud en otras sociedades de las que es accionista (como Sony, Royal Dutch Shell y Nestlé).

Como no es el único caso, el banco suizo sostiene que existe una tendencia creciente (y universal) de los grandes inversores en participar más activamente en el gobierno corporativo para intentar imponer nuevas estrategias de negocios y mejorar la aplicación de los recursos económicos de las empresas.

A estos inversores que, en lugar de mantener una actitud pasiva como accionistas silenciosos y tomar decisiones sólo acerca de si mantienen o no su participación societaria en función de los dividendos recibidos, participan en la vida societarias se los llama “activistas”.

Su habitual *modus operandi* consiste en adquirir acciones de empresas en las que advierten la existencia de recursos sub-utilizados, obtener el apoyo de otros accionistas e imponer sus objetivos de maximizar el valor de su inversión mediante la reducción de costos, el reemplazo de los equipos gerenciales, la eliminación de actividades no rentables y la adopción de políticas más adecuadas a la realidad de los mercados. En muchos casos exigen la designación de uno o más directores para representar adecuadamente sus intereses o la remoción de otros.

Obviamente, la tarea de identificar empresas en las que puede haber un uso inadecuado de recursos o manejos ineficientes de algunas operaciones requiere un análisis minucioso, no sólo de sus respectivos balances, sino de las actividades y mercados en los que aquéllas actúan, para detectar así oportunidades y posibilidades de crecimiento.

Todas estas actividades, que para el ojo del lego son sólo complejas estrategias empresarias, tienen sin embargo un marco legal dentro del cual deben ser llevadas a cabo o que les da el sustento necesario para poder ser exitosas.

Quizás una primera reflexión que arrojan los comentarios de Mirabaud sea la sintonía o alineación de los objetivos de los “activistas” con lo que las leyes pretenden obtener con sus exigencias; en primer lugar, el respeto por los intereses de los verdaderos propietarios de las empresas: sus accionistas.

Uno de los efectos más comunes de la existencia de mercados de capitales avanzados es la dispersión accionaria. Esto es, la inexistencia de un accionista controlante y la presencia de multitud de pequeños y grandes inversores, ninguno de los cuales es capaz, por sí mismo, de obtener el control de la asamblea (donde están representados los dueños de la empresa).

Esto puede llevar a ciertas desviaciones patológicas; por ejemplo, que el verdadero dueño de una empresa sea su directorio o (dependiendo de lo que establezcan las leyes con respecto a sus facultades) su equipo gerencial.

El activismo de ciertos accionistas sirve así para “vigilar” que se cumpla con lo que la ley exige a los directores: un grado de Diligencia tal como para poder llevar adelante el negocio *de la mejor manera posible*.

El estándar de diligencia que exigen las leyes es un valor móvil, no fijo, pues depende en primer lugar de las circunstancias aplicables a la empresa en cuestión. Así, por ejemplo, la previsibilidad de la pandemia ocasionada por el COVID-19 debió haber tenido un peso mayor para los directores de una empresa fabricante de vacunas que para otra

dedicada al mantenimiento de material ferroviario.

Pero “llevar adelante el negocio de la mejor manera posible” significa también que los esfuerzos de los directores y de los equipos gerenciales deben enfocarse a favorecer los intereses *de todos los accionistas* y no de algunos en particular. Esta circunstancia (que las leyes de muchos países resumen al exigir que los directores tengan un deber de lealtad *hacia la sociedad* y no hacia un accionista determinado) lleva a la necesidad de estipular con absoluta claridad cuándo y en qué circunstancias pueden existir conflictos de intereses.

Por “conflictos de intereses” se entienden aquellas situaciones en las que las decisiones de las autoridades empresarias pueden favorecer no a todos los accionistas en general sino tan sólo a uno o algunos de ellos o, peor aun, a quienes tienen a su cargo el manejo de la sociedad.

En los países con mercados de capitales avanzados las leyes exigen a las empresas cuyas acciones han de ofrecerse al público la adopción de medidas de contralor, con entidad y de magnitud suficientes para detectar y evitar la existencia de esos conflictos.

La designación y remoción de directores es, junto con la aprobación de los estados contables de una sociedad, uno de los actos más trascendentes que pueden llevar a cabo los accionistas. Es por eso que las leyes (como la argentina) permiten que las asambleas en las que han de aprobarse esas decisiones *siempre puedan llevarse a cabo*: según nuestro derecho societario, basta con la presencia de un único accionista, aunque sea dueño de una sola acción, para que esa asamblea se pueda celebrar.

Sobre la elección de directores, las leyes de cada país establecen criterios divergentes: a veces se otorga el derecho a elegir un director una vez alcanzado un cierto porcentaje mínimo de acciones; en otros, se aplica el principio de lista completa, por lo que el accionista con más votos designa a todos los directores. Aun en otros se permiten mecanismos (como el voto acumulativo) para “reforzar” el derecho a las minorías a tener un representante en el directorio.

El ingreso de accionistas activos en una empresa, explica Mirabaud, está basado en sus “habilidades analíticas profesionales y una amplia experiencia empresarial”, lo que les permite “identificar empresas con valor sin explotar y desarrollar y comunicar a las propias empresas recomendaciones estratégicas específicas para capturar ese valor”.

Otra vez, las leyes acuden en ayuda de la consecución de propósitos semejantes, pues reconocen la existencia de un derecho a la información del accionista que no puede ser ni renunciado ni derogado.

Pero hay más aun: las normas exigen que se respete la llamada “simetría de la información”; esto es, que todos los accionistas tengan el mismo grado de información acerca de la situación de la empresa y la misma facilidad de acceso a ella.

Como esa simetría es, en muchos casos, imposible de obtener, las leyes imponen que aquel accionista que, por cualquier circunstancia, tenga acceso a datos que los restantes ignoran, *no los pueda usar en su propio beneficio*.

Pero cuando se trata de sociedades cuyas acciones se ofrecen al público, su deber de informar va más allá de sus accionistas: es el público en general el que debe ser adecuadamente informado. *La compra de una acción*

no es el boleto de entrada a los datos de la sociedad. Éstos, por fuerza, deben ser públicos y, por supuesto, completos. De allí se desprende el grado de profesionalismo que se exige a quienes preparan y someten a las autoridades de contralor la información que luego habrá de hacerse pública.

Y es sobre la base de esa información que actúan aquellos inversores.

La actuación concertada de varios accionistas decididos a modificar la estrategia de una empresa también ha recibido la bendición de las leyes, aunque no sin ciertas dudas y retrasos. En Francia, por ejemplo, los acuerdos entre accionistas acerca de cómo votar en las asambleas estuvieron prohibidos entre 1937 y 1966.

La necesidad de mantener informado al público incluye la obligación de reportar las compras y ventas de acciones cuando éstas son “significativas” (un adjetivo cuyo contenido puede variar de país en país) y los acuerdos que puedan celebrar entre sí los accionistas.

Por eso, la noticia de que un accionista “activista” ingresa a una sociedad no deja de ser un buen dato para los restantes (y, probablemente un dolor de cabeza para los directores).

Mirabaud incluye en su análisis un dato poco común: ¿cuál es la “tasa de aciertos” de estos accionistas revoltosos?

Primero hay que definir qué se debe entender por “aciertos”: todo proceso de compra de acciones de sociedades relativamente mal administradas (o “lentas e ineficientes”, como las describe Mirabaud) para que, a través de un proceso de mejoras –tanto en su mecánica de gobernanza como del uso más efi-

ciente de sus activos– que lleva a un incremento en el valor de las acciones adquiridas.

Con cita de un estudio hecho en la Facultad de Derecho de la Universidad de Harvard, sólo el 17% de un total de 893 campañas de inversores activistas para imponer cambios de rumbo empresarial tuvo éxito durante 2019 (último año “normal” pre-pandemia).

En un 56% de los casos, los esfuerzos de los accionistas activistas estaban aun en desarrollo cuando ese informe se publicó a mediados de 2020.

La cuestión no está exenta de críticas: hay quienes sostienen que la presión de estos accionistas, ansiosos de incrementar rápidamente el valor de sus participaciones para luego venderlas una vez obtenido ese objetivo, pueden forzar al directorio a reducir ciertas actividades esenciales para el futuro de la empresa (como la investigación y el desarrollo de nuevos productos o el bloqueo de nuevas inversiones). Pero existen estudios que sugieren que ello no suele ocurrir y que el ingreso de accionistas “activistas” no tiene un impacto negativo en el gasto o las inversiones de una empresa.

Mirabaud menciona varios ejemplos recientes del efecto positivo de la participación de este tipo de accionistas en el capital de las empresas.

Uno de ellos es el de Whole Foods Inc., una cadena de supermercados de productos orgánicos con alrededor de 460 locales en todo el mundo. Un accionista “activista” hizo campaña durante cuatro meses entre los restantes socios para convencer al directorio que recomendará la venta de las acciones a Amazon.com Inc., con el argumento de que ello redundaría en menores costos internos. A pesar de la resistencia inicial, el directorio finalmente recomendó aceptar la oferta de A-

mazon, que pagó 13.700 millones de dólares por la empresa. “El inversor obtuvo una ganancia de más del 40% por una participación de cuatro meses” explica Mirabaud.

En el Reino Unido, Unilever PLC incorporó en mayo de este año un nuevo director, propietario de un fondo de inversiones que compró el 1.5% del capital social. El hecho en sí no es relevante, sino el porcentaje con el que un accionista logró un cargo en el directorio.

En los Países Bajos, el directorio de Royal Dutch Shell, sometido a grandes presiones por dos fondos distintos, retiró una apelación contra una sentencia muy dura de un tribunal holandés que objetó su política ambiental y, por otro lado, analiza una posible escisión de sus actividades en dos empresas distintas: una dedicada a la actividad petroquímica tradicional y otra a desarrollar nuevas estrategias de conservación de los recursos naturales.

Algo similar ocurre en Francia, donde se concentra el 20% de la actividad de estos accionistas “militantes” en Europa.

Finalmente, Mirabaud señala cómo, en algunos casos, para evitar cuestionamientos por parte de estos accionistas ansiosos, las empresas se anticipan y adoptan políticas de reducción de costos y racionalización en el uso

de sus recursos. Así parece haberlo hecho Siemens AG recientemente.

Un comentario final: ¿se trata de circunstancias y resultados sólo posibles en países regidos por un sistema jurídico distinto del nuestro? No: que algo así ocurra en Francia o Alemania demuestra que no es cuestión de leyes diferentes. Después de todo, nuestra Ley General de Sociedades reconoce una influencia profunda del derecho alemán.

Se trata, sí, de un *capitalismo diferente*. El artículo de Mirabaud no describe batallas judiciales frente a jueces a los que a veces se llama a dirimir conflictos empresarios para los que no están preparados ni cuentan con las herramientas técnicas para hacerlo y que los lleva a recurrir a conceptos inasibles como “interés social”, “orden público societario” o “nulidades absolutas”.

Por el contrario, se trata de un sistema que considera a la empresa mercantil, a las fuerzas del mercado y al respeto a los derechos del accionista como las herramientas más valiosas para lograr un alto grado de desarrollo para todos. No sólo eso: proporciona un ambiente fiscal propicio a la inversión, no como el argentino que grava los ingresos y lo adquirido con esos ingresos.

El Filósofito, que nos lee en borrador, susurra: “sospecho que algo está fallando”.

* * *

Esta nota ha sido preparada por Juan Javier Negri. Para más información sobre este tema pueden comunicarse con el teléfono (54-11) 5556-8000 o por correo electrónico a np@negri.com.ar.

**Este artículo es un servicio de Negri & Pueyrredon Abogados a sus clientes y amigos.
No tiene por objeto prestar asesoramiento legal sobre tema alguno.**